

名创优品 (09896.HK)

持续推进大 IP 合作，兴趣消费属性持续强化

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张峻豪 021-60933168
证券分析师：孙乔容若 021-60375463
证券分析师：柳旭 0755-81981311

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

zhangjh@guosen.com.cn
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
liuxu1@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980517070001
执证编码：S0980523090004
执证编码：S0980522120001

事项：

12月31日，公司官宣与黑神话 IP 合作，成为其官方授权合作伙伴，联名产品预计将于 2025 年发售。

国信零售观点：公司持续深耕兴趣零售领域，聚焦 IP 创新，通过扩展与全球知名 IP 合作，不断强调 IP 属性的重要性，并通过 IP 设计创新强化产品力。未来一方面依托全球顶级 IP 作为基本盘，减少风险性；同时不断尝试新兴潮流性 IP，贡献 IP 产品矩阵增量，为 2028 年 50%IP 产品占比这一目标不断努力。与此同时，公司收购永辉超市稳步推进，通过打造性价比品质消费场景，利用其与名创品牌服务客群以及价格带维度的互补，逐步在零售赛道构建独特的多品牌矩阵。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 27.55/33.30/39.58 亿元，对应 PE 为 22/18/15x，维持“优大于市”评级。

评论：

◆ IP 属性持续提升，多款热门 IP 带动公司业绩稳健增长

自 2023 年公司重磅推出全球品牌升级战略，未来将以“IP 设计为特色的生活好物集合店”的定位面向全球消费者，公司不断加大 IP 联名力度，通过与全球知名 IP 合作扩大自身影响力，同时在 2024 年 10 月品牌升级成果发布会上，公司公布全新的品牌定位——**全球 IP 联名集合门店**，IP 属性于名创优品公司正经历着全方位、持续性的显著提升。

据公司于品牌升级成果发布会上公布，目前公司已与全球 150+IP 进行合作，累计销售 IP 产品超 8 亿件，累计收入 100 亿，每年上新 IP 联名产品 10000+。目前来说，**名创国内 IP 产品占比近 30%，海外 IP 产品占比超 40%，同时公司规划于 2028 年 IP 占比不低于 50%**，打造名创成为世界第一的 IP 设计零售集团。

从名创过往合作过的 IP 来看，一方面公司深度绑定全球知名 IP 形成基本盘，如公司已经形成和迪士尼、三丽鸥全球知名 IP 公司达成深度且广泛合作，与其旗下多款知名 IP 如草莓熊、玉桂狗、维尼等进行系列联名，并依托自身 7000 多家庞大的全球门店网络实现全球消费者触达。另一方面，公司不断预判实时热点并与季节性潮流 IP 进行联名合作，形成 IP 产品增量，如名创于 2023 年 7 月在芭比电影热映后紧接着推出联名系列产品，依托电影的火热上线，公司同步在中美发售的 120+SKU 两周时间内售罄率达 70%。

而从公司近期合作过的 IP 表现来看，均取得不错表现。2024 年 3 月，公司与 chiikawa 在上海静安大悦城的主题快闪店，单店 10 小时销售额达到 268 万元，开业三天业绩 800 万元，客单价过千元，预计该 IP 占 2024Q2 收入中高个位数。同年 10 月全球上线的哈利波特系列更是引发全球热议，预计该 IP 在 2024Q4 海外直营市场贡献 GMV 约 10%，带动印尼店 10 月份单月销售业绩突破 1385 万，再次刷新全球门店单月销售记录，其中哈利波特 IP 产品销售占比超过 85%；香港哈利波特快闪店 7 天销售额破 500 万港币，单日销售峰值 85 万港币，单月销售超 1200 万港币。

同时为顺应市场消费趋势，公司着重发展谷子经济。公司在 2024 年联动多个二次元 IP 打造专区，2024Q3 环比增加 300 家二次元专区，该品类销售业绩环比提升 50%，同时 10 月底重磅上新第五人格万圣节系列，其首发售罄率达 93%。目前公司已与头部日漫游戏等二次元热度 IP 达成授权合作，并在上海搭建专业二次

元 IP 经营研发团队，未来相关二次元 IP 合作预计愈发密切。

而在 12 月 31 日公司更是重磅官宣与黑神话 IP 合作，成为其官方授权合作伙伴，联名产品预计将于 2025 年发售。国产首款 3A 游戏《黑神话：悟空》自 8 月 20 日上线以来，以其游戏质量、文化故事性等深受玩家青睐，截至 2024 年 11 月 18 日，据 VG Insights 披露销量已突破 2200 万，收入超 11 亿美元，并一举揽获 2024 年 Steam 大奖 3 大奖项，是中国游戏行业的里程碑，具有重大意义。

表1: 名创优品合作过部分 IP 情况

时间	IP	具体情况
2016 年	Hello Kitty	/
	My Melody	/
	轻松熊	/
2017 年	粉红豹	/
	咱们裸熊	/
	探险活宝	/
	飞天小女警	/
2019 年	3 月 漫威	覆盖名创全品类，约 2000 个 SKU，4 月《复联 4》上映，5 月名创优品首个漫威主题店在广州开业
	4 月 韩国第一国民 IP Kakao Friends	健康美容及创意家居品类，约 200sku
	6 月 芝麻街	健康美容、创意家居等
	7 月 故宫 IP	生活百货、文具、饰品 10 大品类
	12 月 米奇系列	生活百货、文具玩具、精品包饰等，sku 约 100+
2020 年	4 月 可口可乐	生活百货、精品包饰等
	7 月 王者荣耀	数码电器、文具玩具、生活百货、精品包饰、创意家居等，共 100+sku
	7 月 腾讯 QQ	盲盒系列，7 款形象，单价 29.9 元
2021 年	12 月 动画《天官赐福》	依据“太子殿下”谢怜和“三郎”两位动画主角的形象，约 25sku
	4 月 奇奇蒂蒂系列	以樱花系列为主题，包括水杯、遮阳伞、渔夫帽、化妆包等
	4-5 月 潮流艺术	潮流艺术口罩，并邀请潮流插画艺术家进行设计，共 89 款，1000+sku
	5 月 中国航天文创品牌“太空创想”	/
	5 月 球星、球队 IP 系列	/
	7 月 小黄人	创意家居、季节产品、美妆工具、生活百货等多个品类，sku 高达 100+
2022 年	8 月 非人哉、狐妖小红娘、魔道祖师、一人之下四大国漫 IP	/
	10 月 迪士尼草莓熊	创意家居、生活百货、季节性产品等多个品类
	3 月 大耳狗	生活百货、毛绒公仔、文具玩具等
2023 年	6 月 三眼仔、巴斯光年、草莓熊、苏利文 4 大皮克斯 IP	生活百货、毛绒公仔、宠物品类、文具玩具等
	4 月 皮卡丘、胖丁、杰尼龟、可达鸭等	覆盖生活百货、毛绒公仔、宠物品类、文具玩具等，sku 超 100 款
	6 月 皮克斯“开心烘焙”系列	生活百货、饰品包袋、彩妆、宠物等品类，sku 约 120+
	7 月 芭比	生活百货、包装配饰、饰品等，sku 超 300 款
	8 月 史努比 IP 联名系列	香薰、文创、宠物等多个品类，13 款 sku
2024 年	10 月 新国潮 IP “中国非遗”系列	涵盖毛绒公仔、生活用品、包饰等
	3 月 Chikawa	快闪首站在西安大悦城开幕，160 余款 L00PY 联名独家新品
	4 月 loopy	韩国人气团体 BTS 卡通形象，主打海外市场
	6 月 BT21	卡牌、公仔、盲盒等
	9 月 小马宝莉	全球全渠道上线，涵盖了 600 多款 SKU
	10 月 哈利波特	零钱包、金属挂件、色纸、透卡、贴纸等多款周边
	10 月 二次元第五人格	毛绒玩具、饰品等
	12 月 “恋与深空”潮玩品牌 TwinkleFair	12.31 官宣与黑神话 IP 合作，预计将于 2025 年发售产品
12 月 黑神话		

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

◆ 创新店态矩阵再度提升 IP 重要性

在 2024 年 10 月品牌升级成果发布会上，公司正式官宣未来 7 大门店业态，并持续强调 IP 属性，其中 MINISO LAND 内部定位全球 IP 联名集合店和沉浸式 IP 乐园的旗舰门店，IP 占比高达 70-80%。目前 MINISO LAND 已在国内上海、天津、成都开业三家，其中上海 MINISO LAND 全球壹号店试营业首月业绩近千万元；天津 MINISO LAND 国家级壹号店首月店效约 500 万元。同时公司致力于在未来 5 年内在中国市场开设 MINISO LAND 门店 100 家，全球市场开设 300 家。

表2: 名创门店 7 层级类型

门店类型	渠道定义	面积区间 (平方米)	产品品类
	全球级	2000-4000	
MINISO LAND	国家级	1000-2000	70-80% IP、首发、全球限量、盲盒、宠物、二次元
	城市级	800+	
势能店	中国名创	400-600	60-70%IP、宠物、二次元
主题店	IP 主题/品类主题	600-800	毛绒、盲盒、宠物、二次元
旗舰店/次主力店	IP 集合	600+	50% IP
常规店	常规形象	220+	20% IP
MINISO GO	机场店/高铁店	100+	50% IP、旅游出行
MINISO 快闪店	版权形象/自主形象	100-200	100%IP、首发、限量

资料来源: 公司品牌升级成果发布会、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

公司持续深耕兴趣零售领域，聚焦 IP 创新，通过扩展与全球知名 IP 合作，不断强调 IP 属性的重要性，并通过 IP 设计创新强化产品力。未来一方面依托全球顶级 IP 作为基本盘，减少风险性；同时不断尝试新兴潮流性 IP，贡献 IP 产品矩阵增量，为 2028 年 50%IP 产品占比这一目标不断努力。与此同时，公司收购永辉超市稳步推进，通过打造性价比品质消费场景，利用其与名创品牌服务客群以及价格带维度的互补，逐步在零售赛道构建独特的多品牌矩阵。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 27.55/33.30/39.58 亿元，对应 PE 为 22/18/15x，维持“优大于市”评级。

表3: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价		EPS			PE		总市值 (亿元)
代码	名称	评级	2025/1/3	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2025/1/3
9896.HK	名创优品	优于大市	52.05	1.40	2.19	2.64	21.77	22.33	18.47	651
9992.HK	泡泡玛特	无评级	94.20	0.81	1.81	2.45	22.86	48.13	35.52	1265

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测，注: 泡泡玛特为 wind 一致预期

◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告:

- 《名创优品 (09896.HK) -单季度毛利率创历史新高，四季度旺季有望实现业绩加速》 ——2024-12-03
- 《名创优品 (09896.HK) -收购永辉超市 29.4%股权，线下零售巨头协同发展》 ——2024-09-25
- 《名创优品 (09896.HK) -二季度营收同比增长 24%，海外门店加速扩张》 ——2024-09-02
- 《名创优品 (09896.HK) -一季度经调净利润增长 28%，海外直营市场快速扩张》 ——2024-05-16
- 《名创优品 (09896.HK) -单季度多指标创历史新高，夯实全球折扣零售商龙头地位》 ——2024-03-13

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5187	6415	9087	13060	17054	营业收入	9926	13839	17395	21170	25235
应收款项	1108	1518	2145	1914	2282	营业成本	6462	8140	10199	12393	14750
存货净额	1475	1922	1938	2424	3007	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	810	253	365	466	505	销售费用	1515	2281	3069	3800	4593
流动资产合计	8744	10328	14117	18562	23686	管理费用	697	677	833	1008	1191
固定资产	468	769	873	919	962	财务费用	(72)	(161)	(155)	(219)	(296)
无形资产及其他	33	20	30	40	50	投资收益	0	0	0	0	0
递延税项资产	166	104	364	364	364	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产使用权	2337	2901	2951	3101	3301	其他收入	4	18	97	109	119
资产总计	11997	14485	18438	23089	28466	营业利润	1328	2919	3547	4297	5116
短期借款	0	1	14	70	148	营业外净收支	114	62	45	45	45
应付款项	2940	3390	4153	5050	6015	利润总额	1442	2981	3592	4342	5161
其他流动负债	772	1016	1327	1674	2064	所得税费用	377	707	862	1042	1239
流动负债合计	3712	4407	5494	6795	8227	少数股东损益	0	(21)	(25)	(30)	(36)
长期借款及应付债券	7	7	7	7	7	归属于母公司净利润	1065	2253	2755	3330	3958
其他长期负债	470	881	1031	1151	1321						
长期负债合计	477	887	1037	1157	1327	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4188	5294	6531	7952	9554	净利润	1065	2253	2755	3330	3958
少数股东权益	2	23	(2)	(32)	(68)	资产减值准备	0	0	4	0	0
股东权益	7807	9168	11923	15253	19211	折旧摊销	290	264	97	109	119
负债和股东权益总计	11997	14485	18452	23172	28697	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(72)	(161)	(155)	(219)	(296)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(859)	691	474	1009	535
每股收益	0.84	1.78	2.19	2.64	3.14	其它	0	(21)	(29)	(30)	(36)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	497	3187	3301	4418	4576
每股净资产	6.16	7.26	9.47	12.11	15.26	资本开支	(184)	(358)	(215)	(165)	(172)
ROIC	20%	38%	47%	70%	93%	其它投资现金流	(157)	(55)	(363)	(116)	(140)
ROE	14%	25%	23%	22%	21%	投资活动现金流	(286)	(976)	(628)	(431)	(512)
毛利率	35%	41%	41%	41%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	18%	19%	19%	19%	负债净变化	1	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	20%	19%	19%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	39%	26%	22%	19%	其它融资现金流	(177)	(981)	(760)	(830)	(980)
净利润增长率	86%	111%	22%	21%	19%	融资活动现金流	(176)	(982)	(760)	(830)	(980)
资产负债率	35%	37%	35%	34%	33%	现金净变动	35	1229	1913	3156	3084
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5151	5187	6415	9087	13060
P/E	101.6	26.7	21.7	18.0	15.1	货币资金的期末余额	5187	6415	8328	12243	16144
P/B	7.7	6.6	5.0	3.9	3.1	企业自由现金流	1	2514	2860	3969	4054
EV/EBITDA	54	26	21	18	16	权益自由现金流	(176)	1655	2218	3306	3299

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032